lax889889.com 299520.xyz

2020 年 08 月 22 日

拜登，老牌政客的终极一搏

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

虽然曾经两次竞选总统失败，但 78 岁的拜登，选择为总统梦作出终极一搏。与特朗普截然不同，拜登是一名老牌政客，善于团结各方力量、为达目的软硬兼施。

● **拜登出身平凡却志向远大，曾担任美国参议员及副总统，外交等领域政绩斐然**

拜登出身平凡却志向远大，大学毕业后早早投身政界，先后担任了美国参议员及副总统。拜登出生于宾州的一个普通天主教家庭，受父母影响，从小养成了坚韧、勤奋的品格。拜登大学毕业后早早从政，1972 年，年仅 29 岁的他成为美国史上第六年轻的参议员；2009 年至 2017 年，受邀成为奥巴马搭档，担任美国副总统。

担任美国参议员及副总统期间，拜登在外交、军事、环保、经济等领域政绩斐然。拜登成功连任了 6 届参议员，任职的 36 年间，被誉为美国国内打击恐怖主义、毒品、犯罪等领域最具影响力的政治家。2009 年成为副总统后，拜登积极参政议政，推动了美俄减少战略核武器部署、墨西哥加入 TPP，及美国加强金融监管等。

● **稳扎稳打策略下，拜登民调支持率持续领先特朗普，但后者也存迎头赶上可能**

在特朗普选情受疫情及种族矛盾激化拖累之际，拜登稳扎稳打，支持率持续领先特朗普。最新民调来看，特朗普、拜登在各自的基本盘均优势明显。摇摆州方面，伴随疫情扩散及种族矛盾激化，特朗普支持率大跌，较拜登差距不断拉大；8 月以来，特朗普虽然通过转移矛盾等提升支持率，但仍落后拜登 4 个百分点以上。

虽然目前大选舆情显示拜登的胜选概率大于特朗普，但这并不代表后者败局已定。由于拜登逻辑思辨能力相对较差，特朗普若能在大选投票前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。大选投票后，若输掉选举，特朗普可在部分选情胶着的州申请重新计票。在部分输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，特朗普还可尝试拖延选举人确认，将大选结果决定权推向众议院。

● **若大选胜选，拜登可能对内加税、增支，对外团结盟友、对部分非盟友国施压**

拜登的政策框架与奥巴马一脉相承，对内加税的同时，增加清洁能源、医保等财政支出。竞选纲领中，拜登提出对富人及企业加税，同时在清洁能源、医保等项目上增加财政支出。拜登“以税填支”政策下，因加税易抑制经济行为，叠加增加清洁能源、医保等支出对经济拉动作用较弱，美国经济短期走势或受一定影响。但中期内，美国政府债务的扩张或将获有效控制，出现债务违约风险趋显著下降。

对外政策上，拜登与奥巴马一样主张团结盟友、一致对外；受国内意识形态极化影响，拜登对非盟友国的贸易政策更加强硬。对外政策上，拜登表示胜选后将全力修复被特朗普破坏的盟友关系，并加强美日韩联盟、团结北约盟友。贸易政策方面，拜登虽然与奥巴马一样反对贸易战，但对非盟友国更加强硬。拜登表示，将引导供应链回流美国，并通过联合盟友、征收反倾销税等对部分非盟友国施压。

● **风险提示：**选情持续落后下，特朗普在大选投票前对外推行极端政策。

相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列（五）美国大选，需要知道的三个核心问题》-2020.8.20

《宏观经济点评-财政积极发力，支出明显加快》-2020.8.19

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之一：流动性框架之二十年大变迁》-2020.8.18

liaohan.net nblax520.com

VISIT…

lax889889.com 299520.xyz

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

目 录

1、 从平凡少年到美国副总统，拜登历经坎坷仍砥砺前行 4
1.1、 拜登出身平凡却志向远大，早早投身政界，年仅三十便当选参议员 4
1.2、 拜登曾两度竞选总统失败，在担任副总统期间表现亮眼、积攒声誉 5
2、 不忘初心？拜登再次竞选总统，为梦想发起全力冲击 8
2.1、 再次出击，经验老道的拜登战胜党内对手，代表民主党迎战特朗普 8
2.2、 已经胜券在握？拜登的支持率领先特朗普，但大选前景仍存变数 11
3、 假如总统大选胜选，拜登新政推行及对经济影响分析 14
3.1、 建制派 or 极左派？曾多次调整政策主张的拜登，真实意识形态探究 14
3.2、 如果赢得大选、入主白宫，拜登的政策主张对美国经济的影响分析 16
4、报告结论 18
5、风险提示 19

图表目录

图 1: 拜登以及妈妈、弟弟妹妹们 4
图 2: 拜登从小便对政治产生浓厚兴趣，大学毕业后早早投身政界 5
图 3: 参议院选举前，初入政坛的拜登不被看好 5
图 4: 参议院选举中，拜登逆转战胜资深政客博格斯 5
图 5: 拜登凭借亮眼表现，成功连任 6 届参议员 6
图 6: 截至 2008 年，拜登成为最资深的参议员之一 6
图 7: 1988 年、2008 年，拜登曾两次竞选总统，但都宣告失败 7
图 8: 拜登的加入，助力奥巴马在 2008 年、2012 年胜选 8
图 9: 2017 年 1 月，拜登荣获总统自由勋章 8
图 10: 民主党初选阶段，至少有 23 名竞选人报名参加 2020 年总统大选 8
图 11: 初选早期，拜登民调支持率一度落后于桑德斯 9
图 12: 拜登在党内初选前三站累计得票数少于桑德斯等 9
图 13: 拜登先整合建制派，再“招安”极左派 9
图 14: 拜登以绝对优势赢得民主党总统候选人提名 9
图 15: 哈里斯在提名前被认为是拜登搭档的最佳人选 10
图 16: 8 月 11 日，拜登提名哈里斯作为竞选搭档 10
图 17: 非裔选民普遍对哈里斯的加入表示支持 10
图 18: 哈里斯将有助于提升拜登在女性选民中的形象 10
图 19: 在加州等传统蓝州中，拜登支持率优势明显 11
图 20: 在堪萨斯等传统红州中，特朗普支持率优势明显 11
图 21: 8 月以来，特朗普通过对外转移矛盾提升支持率 11
图 22: 在主要摇摆州中，特朗普依然落后拜登较多 11
图 23: 9 月 29 日至 10 月 22 日，美国将举行 3 场总统辩论赛 12
图 24: 2016 年，特朗普支持率在第二场辩论赛后走高 12
图 25: 2016 年，特朗普支持率在第三场辩论赛后走高 12
图 26: 对部分州选举结果存疑时，特朗普可上诉、申请重新计票 13
图 27: 2020 年美国总统大选，选举人票在不同州的分布情况 13
图 28: IMF 预测显示，美国 2020 年赤字率将升至 15%以上，创历史新高 17

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图 29: 拜登税收计划预计将增加税收收入 3.9 万亿美元 17
图 30: 增收后，拜登计划增加 4 万亿美元左右财政支出 17
图 31: 拜登税收计划主要影响高收入人群的税后收入 18
图 32: 新税制下，增量税收收入主要由高收入群体贡献 18
图 33: AEI 测算的拜登税收计划对美国经济的影响 18
图 34: 拜登税收计划或可减缓联邦政府债务的扩张速度 18

表 1: 拜登在参议院的任职情况及主要政绩 6
表 2: 拜登担任美国副总统时期的主要政绩 7
表 3: 哈里斯获提名后，民主党高层纷纷表示祝贺，特朗普等共和党政要冷嘲热讽 10
表 4: 2000 年以来，美国大选中邮寄选票数占总选票数的比例不断提升 12
表 5: 以往的民主党总统多为建制派 14
表 6: 面对党内极左派崛起，拜登主动调整自身的政策主张，向极左派靠拢 14
表 7: 拜登的整体政策思路与奥巴马、希拉里一脉相承，在税收等政策上更加激进 15
表 8: 贸易政策上，拜登比奥巴马、希拉里更加强硬 16
表 9: 拜登与特朗普的政策主张大相径庭 16

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

虽然曾经两次竞选总统失败，但 78 岁的拜登，选择为总统梦作出终极一搏。与特朗普截然不同，拜登是一名老牌政客，善于团结各方力量、为达到目的软硬兼施。

1、 从平凡少年到美国副总统，拜登历经坎坷仍砥砺前行

1.1、 拜登出身平凡却志向远大，早早投身政界，年仅三十便当选参议员

拜登出身平凡，在父母的熏陶下，逐步养成了坚韧、勤奋，以及注重家庭的品格。1942 年 11 月，拜登出生于宾夕法尼亚州的一个移民家庭，是家中长子，有 3 个弟弟和 1 个妹妹。拜登并非出身政治世家，家族成员均为普通的爱尔兰移民。受父亲影响（虔诚的天主教徒），拜登的人生观、家庭观、世界观深受天主教观念影响。例如，拜登有着强烈的家庭观念。同时，在父母的教育下，拜登逐步养成了坚韧、勤奋的品格。拜登小时候曾患有口吃，一直受同学嘲笑；父母的鼓励激起了拜登改变的决心，他通过长期口含石子讲话，最终改掉了口吃的毛病。

图1：拜登以及妈妈、弟弟妹妹们

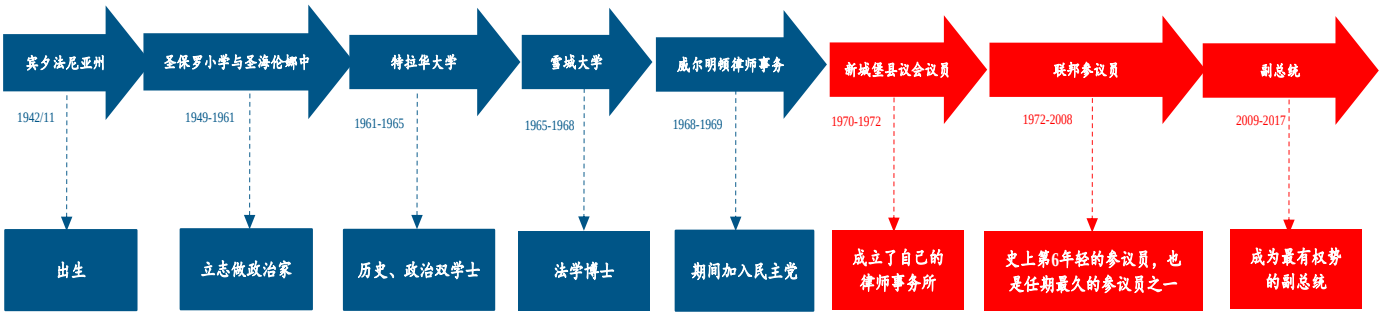
资料来源：Joebiden.com

受偶像肯尼迪的影响，拜登青年时期便对政治产生了浓厚兴趣，大学毕业后早早投身政界。青年时期，与美国当时大部分年轻人一样，拜登深深折服于约翰·肯尼迪（美国前总统）等政客的超凡魅力，早早萌生了从政念头。1961 年，拜登进入特拉华大学学习，获得历史学、政治学双学位；本科毕业后，拜登进入雪城大学深造，获得法学博士学位。1968 年，博士毕业后的拜登先是成为了一名执业律师，并加入了民主党，为日后的政治生涯铺路。1970 年，拜登成为新城堡县议会议员，正式迈出政治生涯的第一步。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

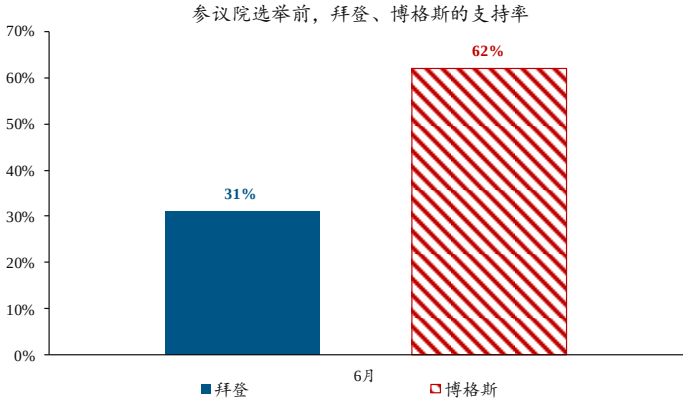
图2：拜登从小便对政治产生浓厚兴趣，大学毕业后早早投身政界



资料来源：Joebiden.com、开源证券研究所

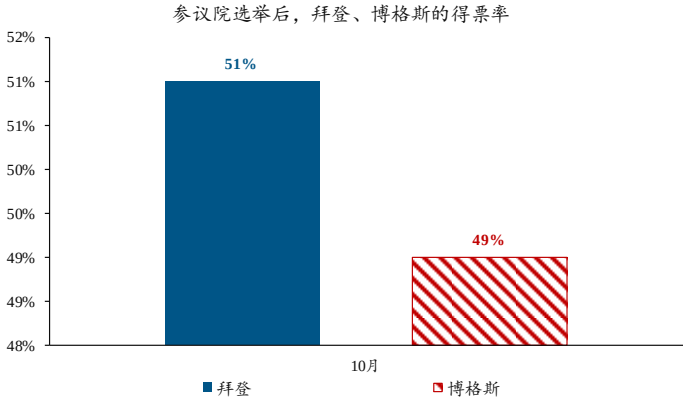
1972 年，**初入政坛的拜登不畏挑战，战胜了共和党资深政客博格斯、成为美国历史上第六年轻的参议员。**1972 年，志向远大的拜登决定竞选参议员，向共和党资深政客博格斯发起挑战。选前民调显示，拜登的支持率一度落后博格斯 30 多个百分点，被认为注定陪跑。但拜登没有就此放弃，依然每天坚持参加 10 余场选民见面会，逐步获得越来越多的选民的认可。与此同时，1972 年选举法将选民的年龄门槛由 21 岁降为 18 岁，使更受年轻选民青睐的拜登显著受益。坚持不懈的努力和更有利的选举法下，拜登最终逆转局势、战胜博格斯，成为史上第六年轻的参议员。

图3：参议院选举前，初入政坛的拜登不被看好



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

图4：参议院选举中，拜登逆转战胜资深政客博格斯



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

1.2、 拜登曾两度竞选总统失败，在担任副总统期间表现亮眼、积攒声誉

拜登进入参议院后，在军事、外交、环保等领域均有建树，并成功连任 6 届参议员。参议院任职早期，拜登主要关注军备控制及种族平权问题。以军备控制为例，拜登曾于 1979 年率领代表团与苏联官员谈判，以防止两国出现不受控制的军备竞赛。1984 年、1991 年，拜登接连成为参议院司法委员会、外交委员会的委员，并推行了多项打击犯罪、军事及外交等方面的政策，相对独立温和的立场受到广泛好评。1993 年，拜登当选参议院司法委员会主席；2002 年，又当选外交委员会主席。截至 2008 年，拜登已成功连任 6 届参议员，任职近 36 年。

liaohan.net nblax520.com

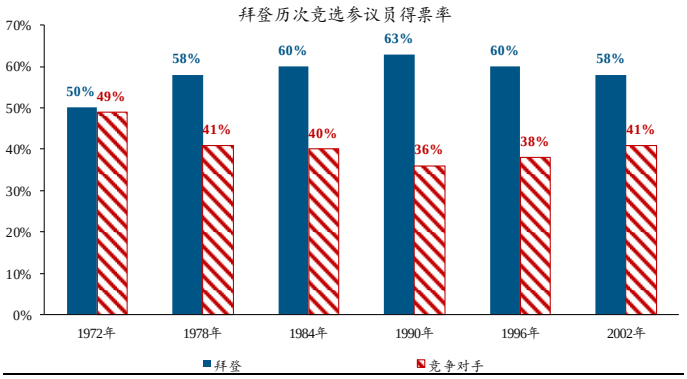
lax889889.com 299520.xyz

表1：拜登在参议院的任职情况及主要政绩

职位	时间	领域	主要政绩
普通参议员	1973 年	种族平权	通过《综合教育法案》的修正案，反种族隔离。
	1979 年	军事、外交	主张严格遵守《战略武器限制谈判—SALT II》。
司法委员会委员	1984 年	打击犯罪	推动《全面没收法案》的制定与通过。
	1984 年	打击犯罪	推动《全面犯罪控制法》的制定与通过。
	1986 年	环保	提出首份气候变化法案《全球气候保护法》。
		打击犯罪	推动《反药物滥用法》的制定与通过。
司法委员会主席	1993 年	LGBT	投票支持禁止同性恋者在军队服役的法案。
	1996 年	LGBT	通过《婚姻防卫法》，禁止承认同性婚姻。
外交委员会委员	1991 年	军事、外交	投票反对海湾战争的授权法案。
	1992 年	军事、外交	撰写布什政府武装波斯尼亚人修正案。
	1998 年	军事、外交	简化外交事务机构和惩罚海外宗教迫害的法案。
	1999 年	军事、外交	支持北约对塞尔维亚和黑山的轰炸行动。
外交委员会主席	2002 年	军事、外交	投票支持伊拉克战争。
	2006 年	军事、外交	投票反对针对伊拉克的增兵行动。

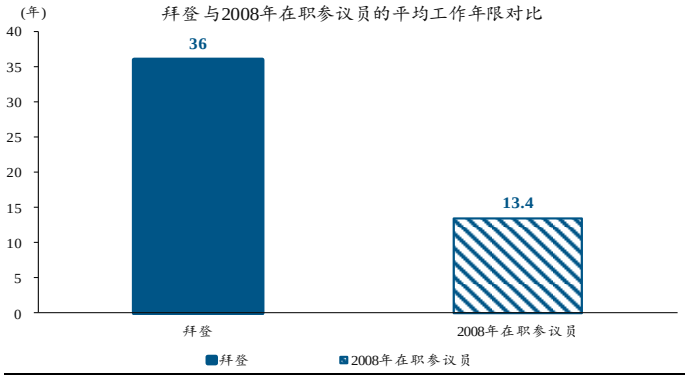
资料来源：US Congress、开源证券研究所

图5：拜登凭借亮眼表现，成功连任 6 届参议员



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

图6：截至 2008 年，拜登成为最资深的参议员之一



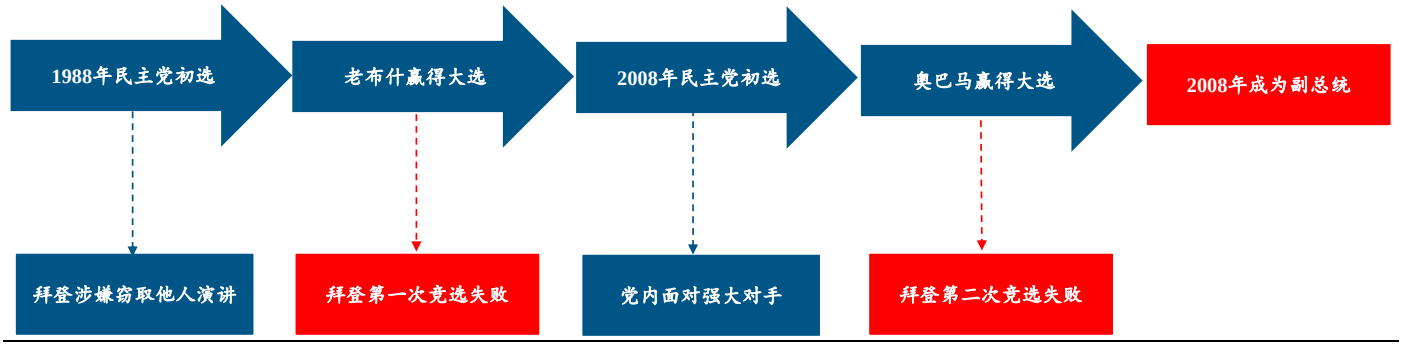
数据来源：US Congress、开源证券研究所

担任参议员期间，拜登曾两次竞选总统，但都宣告失败；2008 年至 2016 年，拜登接受奥巴马邀请，担任美国副总统。在参议院深耕多年的拜登始终怀揣着总统梦。1988 年，年少得志的拜登首次参加总统大选，但因经验不足及涉嫌窃取他人演讲辞，早早结束竞选活动。2008 年，蓄势已久的拜登再次报名参加总统大选，但因党内奥巴马和希拉里的实力过于强大，无奈再次铩羽而归。竞选失败的拜登，随后接受了奥巴马的邀请，成为后者的竞选搭档。随着奥巴马在 2008 年大选胜选，以及在 2012 年成功连任，拜登连续 8 年担任了美国副总统。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图7：1988 年、2008 年，拜登曾两次竞选总统，但都宣告失败



资料来源：开源证券研究所

担任美国副总统期间，拜登积极参政议政，在外交、军事、经济等领域表现亮眼。与美国以往的副总统多为虚职不同，拜登在担任副总统期间，主动为奥巴马的每一项关键决策提供建议。其中，拜登在军事、外交、经济等领域表现亮眼。军事、外交方面，拜登推动美俄两国减少战略核武器的部署，促进伊拉克统一，并主动发起了与墨西哥高层的经济对话，吸引后者成为 TPP 的成员国。经济方面，拜登推动国会加强金融监管，并领导了美国史上最大的赤字削减计划之一。凭借优异的表现，拜登在 2017 年卸任前夕，获得了奥巴马颁授的代表美国国民最高荣誉的总统自由勋章。

表2：拜登担任美国副总统时期的主要政绩

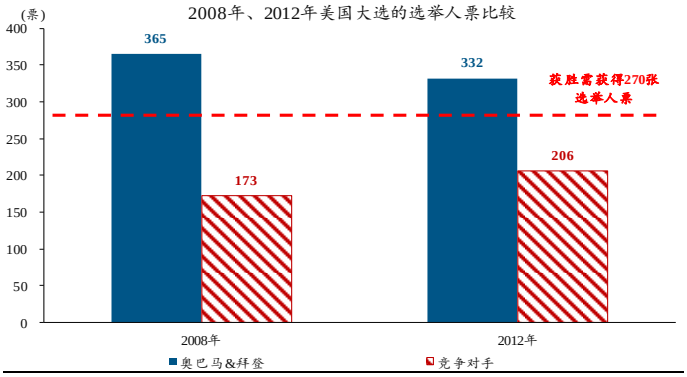
领域	主要政绩
军事、外交	1）发起并主持了“美墨高层经济对话”，以加强两国之间的贸易，投资和边境基础设施。 2）批准与俄罗斯的新 START 条约，使美俄两国部署的战略核武器达到历史最低水平。 3）为中美洲萨尔瓦多，危地马拉和洪都拉斯政府提供 7.5 亿美元支持。 4）签署新的《约旦谅解备忘录》，到 2017 年，美国对约旦的援助将增加至 10 亿美元。 5）签署《战略框架协议》，促进统一的伊拉克联邦，并加强美伊战略伙伴关系。
经济	1）监督《复苏法案》的实施，增加了 200 万个工作岗位，并进行了大量的基建投资。 2）领导汽车供应链改革，并增加 150 万个工作岗位。 3）推动国会批准多德-弗兰克法案，将责任制引入了金融部门，并加强金融体系稳定性。 4）领导政府就税收和支出法案进行谈判，领导并实施了史上最大的赤字削减计划之一。
教育改革	1）领导对政府职员的技能提升计划。 2）提高联邦对社区大学支持，为社区大学毕业生的就业计划提供资金支持。 3）加大对在职培训（特别是学徒制）的投资。
工人权益	1）为在经济复苏期间确保美国工人的工资税减免。 2）提高了部分州及地方的最低工资水平。
打击犯罪	1）领导司法部修正补充强奸的定义，该定义自 1920 年从未得到更新。 2）首次任命妇女暴力犯罪行为顾问，以打击家庭暴力，以及基于性别的暴力行为。

资料来源：US Gov、CNN、开源证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图8：拜登的加入，助力奥巴马在 2008 年、2012 年胜选



数据来源：CNN、开源证券研究所

图9：2017 年 1 月，拜登荣获总统自由勋章

资料来源：US Gov

2、 不忘初心？拜登再次竞选总统，为梦想发起全力冲击

2.1、 再次出击，经验老道的拜登战胜党内对手，代表民主党迎战特朗普

面对特朗普的咄咄逼人，以及党内“群龙无首”的局面，拜登再次披挂上阵，参加 2020 年总统大选。2016 年，拜登为给希拉里的竞选让路，主动放弃参选。2019 年，在希拉里高挂免战牌后，“群龙无首”的民主党先后至少出现了 23 名竞选人报名参加 2020 年总统大选。由于党内传统建制派力量较弱，以桑德斯、沃伦为首的极左派更是一度占据上风。为了整固民主党内部力量、以阻止特朗普连任，拜登在 2019 年 4 月宣布再度出山，参加总统大选。

图10：民主党初选阶段，至少有 23 名竞选人报名参加 2020 年总统大选

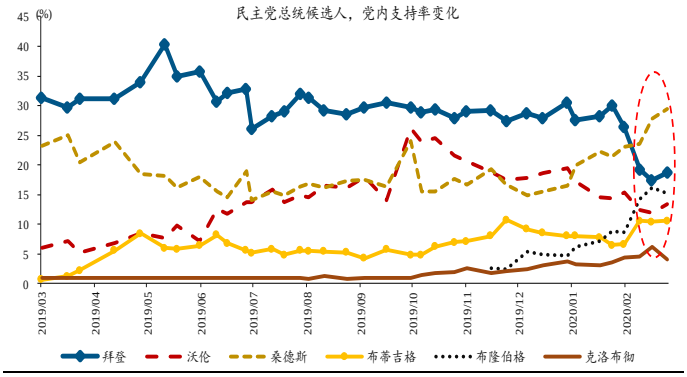
资料来源：DNC

再次参选总统却遭遇开局不利，拜登在民主党内初选前三站累计得票数，落后于竞争对手桑德斯等。宣布参选后，作为资历最深的竞选人，拜登在民主党内支持率开始领跑。但随后辩论赛上的糟糕表现，拖累拜登支持率不断下滑。竞选资金方面，拜登也一度少于布隆伯格、桑德斯、沃伦、布蒂吉格等党内竞争对手。2020 年 2 月，拜登在民主党初选前三战“出师不利”，仅获得 15 张选票，远远落后竞争对手桑德斯（45 张）等。

liaohan.net nblax520.com

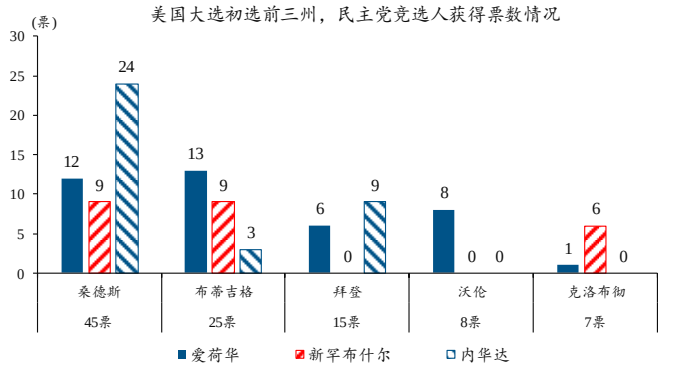
lax889889.com 299520.xyz

图11：初选早期，拜登民调支持率一度落后于桑德斯



数据来源：RCP、开源证券研究所

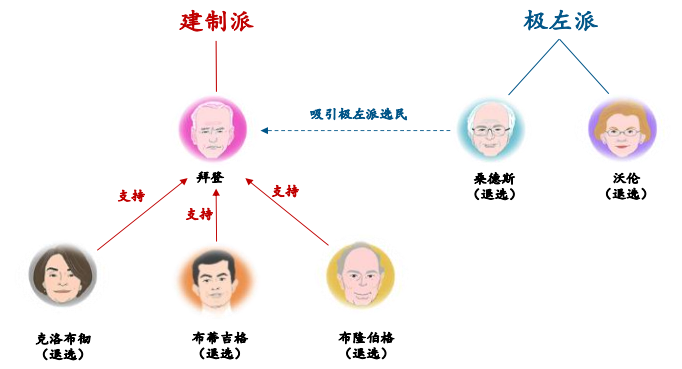
图12：拜登在党内初选前三站累计得票数少于桑德斯等



数据来源：DNC、开源证券研究所

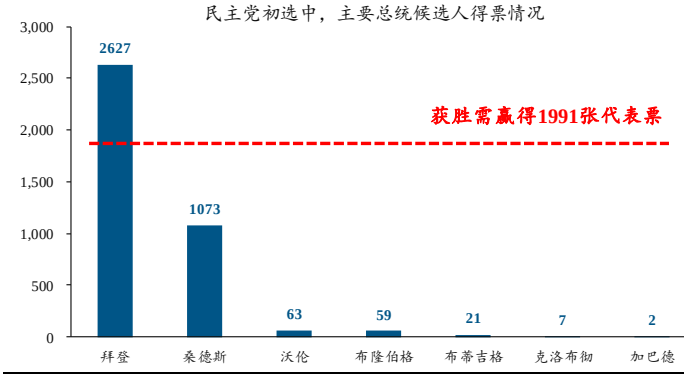
经验老道的拜登快速作出应对，先整合建制派、再“招安”极左派，最终提前锁定党内总统竞选人提名。面对选情落后，拜登一方面快速调整自己的政策主张，以迎合党内年轻人的偏好。同时，拜登联合民主党高层，让布蒂吉格等建制派竞选人退选，整合党内建制派力量。伴随着建制派团结一致、集中选票支持拜登，拜登得票数快速反超桑德斯等竞争对手。为了进一步整合党内力量，拜登还主动向桑德斯示好，说服后者为其背书。党内团结一致下，拜登最终提前赢得了党内初选。

图13：拜登先整合建制派，再“招安”极左派



资料来源：DNC、开源证券研究所

图14：拜登以绝对优势赢得民主党总统候选人提名



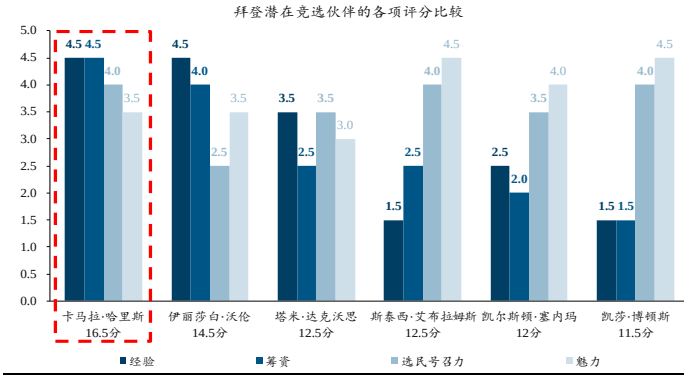
数据来源：DNC、开源证券研究所

8 月 11 日，拜登确定非裔女参议员哈里斯为竞选搭档，正式吹响大选冲刺号角。美国总统竞选人的竞选团队搭建十分重要。以特朗普为例，2016 年大选中，通过邀请彭斯（现任副总统）作为自己的竞选搭档，成功整合共和党内不同的派系力量，为最终胜选奠定基础。2019 年 12 月，特朗普在宣布参加 2020 年大选后，早早确定了彭斯继续作为竞选搭档。与特朗普相比，拜登因为在民主党内初选早期表现不佳，以及美国疫情反复拖累大选流程，一直未公布竞选搭档。8 月 11 日，拜登在深思熟虑后，提名非裔女参议员哈里斯为自己的竞选搭档，正式吹响大选冲刺号角。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

图15：哈里斯在提名前被认为是拜登搭档的最佳人选



数据来源：BBC、开源证券研究所

图16：8月11日，拜登提名哈里斯作为竞选搭档

资料来源：CNN

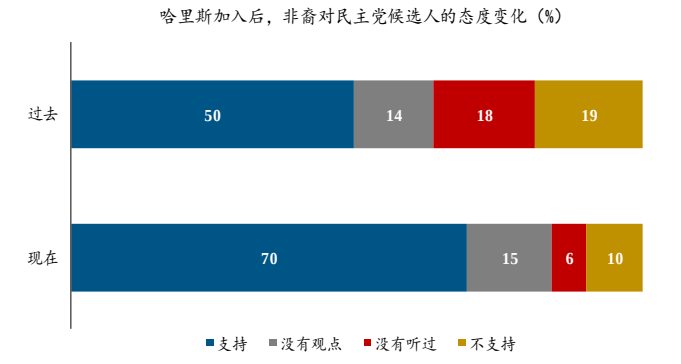
哈里斯的非裔、女性身份，均有利于拜登吸引到更多的选民支持，为胜选增加筹码。哈里斯出身、形象、气质、经历俱佳，在获得拜登的竞选搭档提名前，已颇具名气。作为少数族裔的代表，哈里斯或将帮助拜登吸引到更多少数族裔选票，为后者的胜选增加筹码。哈里斯的女性身份，也有利于拜登扭转在女性选民中的不利形象，赢得更多女性选民支持。在哈里斯获得拜登的提名后，民主党高层纷纷表示祝贺，以特朗普为首的共和党政要则冷嘲热讽。

表3：哈里斯获提名后，民主党高层纷纷表示祝贺，特朗普等共和党政要冷嘲热讽

党派	政要	职位	态度
民主党	拜登	前副总统	哈里斯很聪明、强硬、并且非常有经验，她的故事就是美国故事。
	佩洛西	众议院议长	哈里斯是副总统候选人的绝佳人选。
	舒默	参议院少数党领袖	哈里斯是杰出的参议员，并将成为杰出的副总统。
共和党	特朗普	现任总统	哈里斯是参议院中最令人讨厌的人，虽然她非常努力的竞选，但她一开口说话，民调就开始下跌。
	麦卡锡	众议院少数党领袖	哈里斯完全没有资格担任这一职务，更不用说领导美国了。

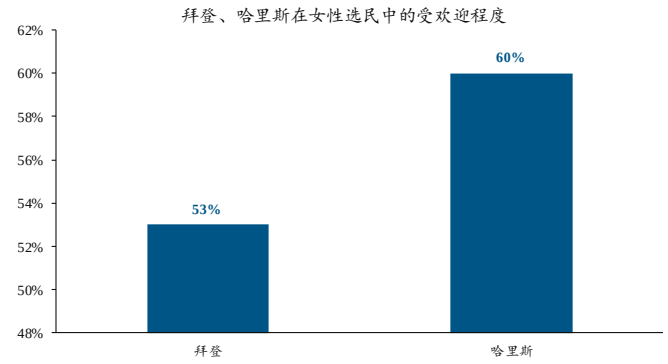
资料来源：US Gov、CNN、开源证券研究所

图17：非裔选民普遍对哈里斯的加入表示支持



数据来源：Politico、开源证券研究所

图18：哈里斯将有助于提升拜登在女性选民中的形象



数据来源：Ipsos、开源证券研究所

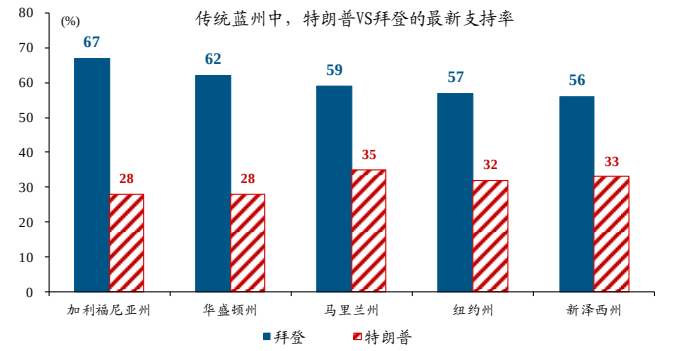
liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

2.2、 已经胜券在握？拜登的支持率领先特朗普，但大选前景仍存变数

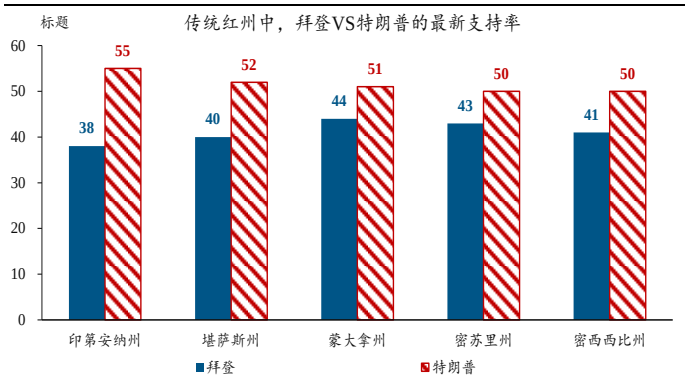
从目前美国整体及主要摇摆州的民调数据来看，拜登的胜选概率大于特朗普。政治立场上，美国各州可分为传统红州、蓝州及摇摆州；其中，传统红州、蓝州分别主要支持共和党、民主党，摇摆州则支持不定。由于红、蓝州支持的对象基本不变，决定美国大选结果的往往是摇摆州选情。最新民调数据显示，特朗普、拜登各自在红州、蓝州优势明显。但在主要摇摆州中，4 月至 7 月，伴随疫情扩散及种族矛盾激化，特朗普支持率大幅下滑，较拜登差距越拉越大；8 月以来，特朗普虽然通过对外施压、转移矛盾等提升了自身支持率，但仍落后拜登 4 个百分点以上。

图19：在加州等传统蓝州中，拜登支持率优势明显



数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

图20：在堪萨斯等传统红州中，特朗普支持率优势明显

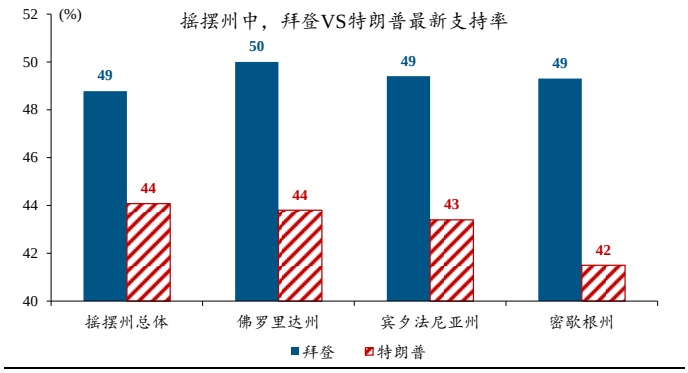


数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

图21：8 月以来，特朗普通过对外转移矛盾提升支持率

数据来源：RCP、开源证券研究所

图22：在主要摇摆州中，特朗普依然落后拜登较多



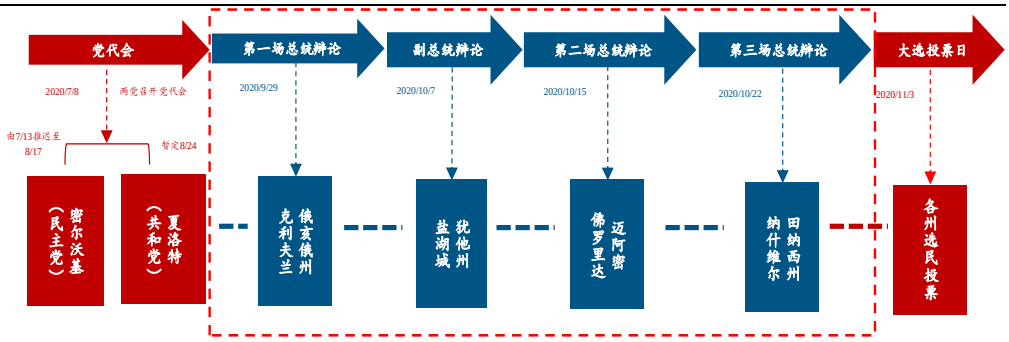
数据来源：FiveThirtyEight、开源证券研究所

虽然目前舆情显示拜登胜选的概率相对较大，但这并不代表特朗普败局已定。美国大选投票前，3 场总统辩论赛上表现优异的竞选人，一般容易吸引选民支持，进而扩大领先优势或缩小与对手的差距。典型的如 2016 年大选，特朗普在 3 场辩论赛前选情依然落后于希拉里；但凭借出色的辩才，特朗普在第 2、3 场辩论赛上大放异彩，支持率随之一路走高，为最终翻盘取胜奠定基础。相比于特朗普，拜登年龄更大，语言表达、逻辑思辨能力较差。特朗能若能在大选前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。

liaohan.net nblax520.com

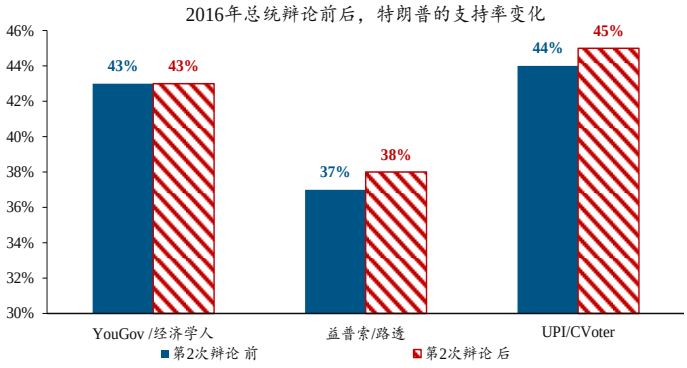
lax889889.com 299520.xyz

图23：9 月 29 日至 10 月 22 日，美国将举行 3 场总统辩论赛



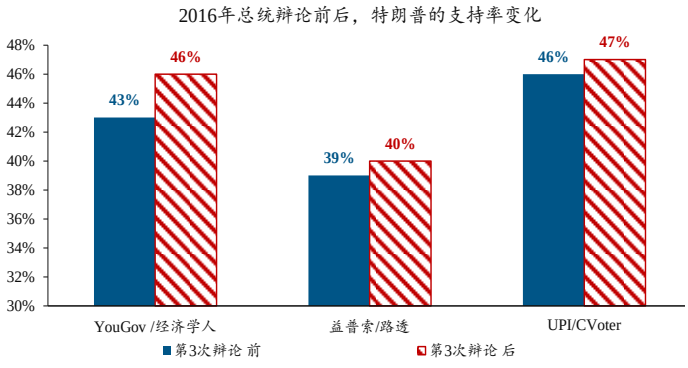
资料来源：Ballotpedia、开源证券研究所

图24：2016 年，特朗普支持率在第二场辩论赛后走高



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

图25：2016 年，特朗普支持率在第三场辩论赛后走高



数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

大选投票前，特朗普也可借助党派力量让部分州采取更有利于他的投票方式等，以增加连任筹码。美国大选投票时，各州的投票方式、投票站点设置等，均由州政府决定。若选情持续落后，特朗普为了增加连任筹码，可以借助党派力量“影响”部分州的投票。例如，特朗普若更偏好现场投票，可以让共和党在影响力大的州加大宣传、鼓励州内选民尽量在现场投票。同时，特朗普可以请求部分州的共和党政治人物帮助，通过控制投票站点设置等，尽可能加大反对特朗普的群体（如主要支持民主党的少数族裔）的投票难度[①]。

表4：2000 年以来，美国大选中邮寄选票数占总选票数的比例不断提升

总统大选年	邮寄选票数/总选票数
2016	37%
2012	32%
2008	31%
2004	22%
2000	16%

数据来源：Wikipedia、开源证券研究所

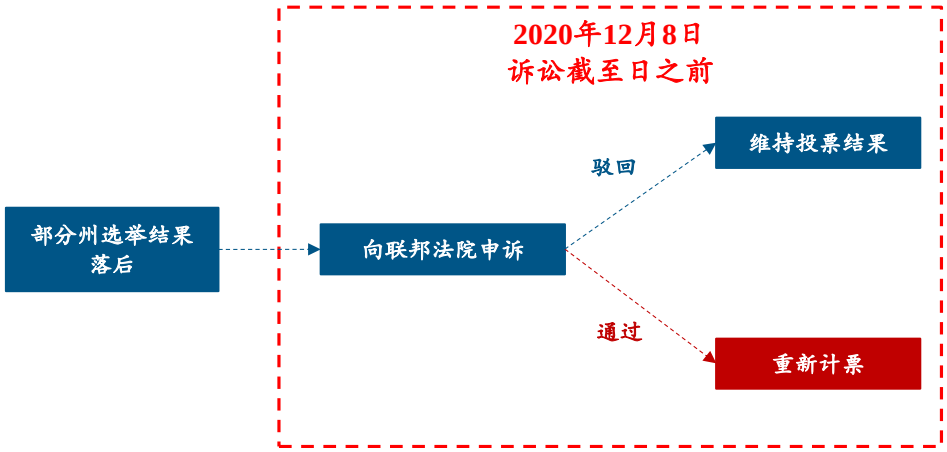
[①] 8 月 7 日，特朗普新任命的美国邮政局局长德乔伊宣布推行多项新措施，包括撤掉对邮政服务运作至关重要的邮件分拣机，取消邮政工人加班时间，并在部分西部州拆除居民点的邮箱等。德乔伊的一系列新政引发轩然大波，被美国各界质疑是为了帮助特朗普，“阻止民众邮寄投票”。面对社会的质疑，美国邮政局在 8 月 15 日发布声明称，将在大选前停止拆除西部各州的邮箱。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

大选投票后，若部分州结果不利，特朗普可在 12 月 8 日前，向联邦法院上诉、申请重新计票。回溯历史，2000 年美国大选中，因对佛罗里达州 4 个县的大选结果存疑，民主党总统竞选人戈尔向佛罗里达州法院上诉、申请重新计票。虽然在经历州法院、州最高法院以及美国最高法院的多轮“上诉、审查”后，戈尔的申请最终被驳回，但美国大选结果的公布时间因此延后了近 40 天。作为特朗普而言，若对部分州投票结果不满，也可向法院上诉、申请重新计票。考虑到美国最高法院中保守派（偏向支持共和党）大法官人数超过自由派，特朗普的申请被法院接受通过的概率较大。

图26：对部分州选举结果存疑时，特朗普可上诉、申请重新计票



资料来源：US Gov、开源证券研究所

若国会众议院选举中共和党获得较大优势，特朗普还可尝试在输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，通过各种借口拖延选举人确认，以将大选结果的决定权推向众议院。美国 12 月 14 日选举人团投票，必须是由各州议会程序确认的选举人投票完成，未完成确认的选举人将不被允许投票。这一规则下，若国会众议院选举中共和党获得较大优势，特朗普可尝试让部分州的选举人票失效，使无一竞选人的选举人票超过 270 张，以将大选结果的决定权推向众议院。当然，选举人票失效的州，必须是立法机构由共和党主导的州，且州内立法机构中的共和党人愿意配合特朗普。

图27：2020 年美国总统大选，选举人票在不同州的分布情况

资料来源：US Congress

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

3、 假如总统大选胜选，拜登新政推行及对经济影响分析

3.1、 建制派 or 极左派？曾多次调整政策主张的拜登，真实意识形态探究

根据政治立场划分，民主党内可分为建制派和极左派；美国历任民主党总统，均为建制派。不同于共和党，民主党的政治哲学是“自由主义”，推崇革新、容忍与社会平等，主张观念、制度和法律等应随着社会环境的改变而变迁。民主党认为政府应积极参与社会治理，需要通过对富人加税、关照弱势群体等维持社会公平。民主党内，建制派的立场相对温和，而极左派更加激进。例如，建制派一般支持小幅加税、加强金融监管，而极左派往往主张大幅加税，并征收金融交易税。回溯历史，以罗斯福、肯尼迪为代表的历任民主党总统，均为建制派。

表5：以往的民主党总统多为建制派

任数	届数	美国总统	任期	生卒年份	党派	意识形态
28	32、33	托马斯·伍德罗·威尔逊	1913 - 1921	1856 - 1924	民主党	建制派
32	37、38 39、40	富兰克林·德拉诺·罗斯福	1933 - 1945	1882 - 1945	民主党	建制派
33	40、41	哈里·S·杜鲁门	1945 - 1953	1884 - 1972	民主党	建制派
35	44	约翰·菲茨杰拉德·肯尼迪	1961 - 1963	1917 - 1963	民主党	建制派
36	44、45	林登·贝恩斯·约翰逊	1963 - 1969	1908 - 1973	民主党	建制派
39	48	詹姆斯（吉米）·厄尔·卡特	1977 - 1981	1924 -	民主党	建制派
42	52、53	威廉·杰斐逊·克林顿	1993 - 2001	1946 -	民主党	建制派
44	56、57	贝拉克·侯赛因·奥巴马	2009 - 2017	1961 -	民主党	建制派

资料来源：Ballotpedia、开源证券研究所

拜登一直是民主党建制派的代表人物；但民主党初选阶段，面对年轻选民更加偏好极左主张，拜登的政策主张开始向极左派靠拢。拜登一直是民主党建制派的代表人物，主张小幅加税和加强金融监管等。但 2020 年民主党初选阶段，面对极左派竞选人桑德斯、沃伦等的崛起，拜登为迎合党内年轻人偏好，主动调整自身的政策主张，向极左派靠拢。例如，拜登也像桑德斯一样，开始主张大幅加税、打压美国富人阶层，并通过征收金融交易税等“打击”华尔街。

表6：面对党内极左派崛起，拜登主动调整自身的政策主张，向极左派靠拢

主要议题	拜登曾经观点	2020 年民主党初选后，拜登观点
经济	担任副总统期间，支持小幅加税，主张全球化政策。	多次强调将调高企业税至 28%，强调美国制造、美国优先，主张通过征收金融交易税等打击华尔街，提议投入 7,000 亿美元购买美国货和加强研发计划。
对华	担任参议员期间，支持与中国建立永久的正常贸易关系。担任副总统期间，支持在气候，核武器和其他问题上，美中两国可以进行更深入的合作。	将中国的崛起定位为一项严峻挑战，主张对中国进行更有效反击，并与盟国紧密合作、向中国施压。
LGBT	1996 年，投票赞成《婚姻保护法》，禁止联邦政府承认任何同性婚姻。	誓言支持立法和行动，禁止歧视变性人，打击针对 LGBT 人士的仇恨犯罪。
堕胎	1973 年担任参议员期间，在罗伊诉韦德堕胎案中不认为堕胎是一种选择和权利，反对堕胎。	支持堕胎。

资料来源：Wikipedia、CNN、DNC、开源证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

虽然拜登在选举压力下调整了部分政策主张，但整体政策框架，与奥巴马、希拉里的政策框架一脉相承。拜登的整体政策框架，延续了奥巴马、希拉里的执政思路，包括在财政政策上支持加税和提高财政支出，在货币政策上支持加强金融监管，以及在其他社会政策上支持堕胎、枪支管制、增加教育投入、关注弱势群体等。在部分政策内容上，如加税的幅度、征收金融交易税等，拜登比奥巴马、希拉里更加激进。

表7：拜登的整体政策思路与奥巴马、希拉里一脉相承，在税收等政策上更加激进

政策类型	拜登	希拉里	奥巴马
财政政策	**税收：**将最高所得税率从37%提高至39.6%；对未实现的资本收益征税；将最高企业所得税税率从21%提高到28%；对大公司的账面收入征收15%的最低税率；对年收入超过40万美元的人征收社保工资税。**支出：**2万亿美元的清洁能源支出；7750亿美元的扩大医保支出；6400亿美元的住房资金补贴支出；4000亿美元的美国商品采购支出；3000亿美元的研发和技术投资支出。	**税收：**对高收入人群增税；调整资本利得税率；限制免税额度；将附股权益作为普通收入进行征税。**支出：**提出大规模基础设施建设投资计划；增加教育支出，进行工作培训和发展清洁能源；提高最低工资，提高女性劳动参与率。	**税收：**向富有阶层增税、向大型金融机构收费；为中产阶级增加抵免和税收优惠；提高资本利得税率上限。**支出：**推出8190亿美元经济刺激方案；推进医疗改革、推动新能源的研发与应用和加强基础设施建设；振兴美国制造业，以出口促就业。
货币政策	**修改《美联储法案》**，要求美联储定期报告数据和种族经济差距的趋势，以及美联储采取何种行动来缩小这些差距；支持加强金融监管，征收金融交易税。	增加美联储内部决策人员来源多样性，清除银行家；对待金融改革实施提早规避风险的方式。	量化宽松，增加基础货币供给，向市场注入流动性，鼓励开支和借贷；加强金融监管等。
其他社会政策	**卫生保健：**扩大《平价医疗法案》的覆盖范围和支持力度。	**犯罪和毒品治理：**关注刑事犯罪的预防和治理，防止毒品滥用。	**犯罪和毒品治理：**呼吁改变全国监狱政策，减少或者取消非暴力毒品犯罪的法定最低量刑。
	人权：从法律、政策、机构多维度铲除系统性的种族主义；维护妇女、残疾人等弱势群体权利。	**人权：**反对各种教育和就业歧视，维护妇女权利。	**同性恋：**公开支持同性婚姻。
	堕胎：支持堕胎，维护女性权利。	**堕胎：**支持堕胎，维护女性权利。	**堕胎：**支持堕胎，维护女性权利。
	枪支管制：支持枪支管制。	**枪支管制：**支持枪支管制。	**枪支管制：**支持枪支管制。
	教育：提高对大学生补助和就业培训；加大对少数族裔教育服务机构支持力度。	**教育：**支持“共同核心”标准，增加教育投入。	**教育：**支持共同核心标准；重视基础教育，加大教育经费投入。

资料来源：Wikipedia、CNN、DNC、开源证券研究所

对外政策上，拜登与奥巴马一样主张团结盟友、一致对外；受国内意识形态极化影响，拜登对非盟友国的贸易政策更加强硬。对外政策上，拜登表示胜选后将全力修复被特朗普破坏的盟友关系，并加强美日韩联盟、团结北约盟友。贸易政策方面，拜登虽然与奥巴马一样反对贸易战，但对非盟友国更加强硬。拜登表示，将引导供应链回流美国，并通过联合盟友、征收反倾销税等持续对部分非盟友国施压。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

表8：贸易政策上，拜登比奥巴马、希拉里更加强硬

政策类型	拜登	希拉里	奥巴马
贸易政策	将重要的供应链重新带回美国；对中国等影响美国制造业的国家，采取反倾销税等制裁措施；减少对中国等竞争对手的依赖，联合美国及盟国对中国等施压。	主张重新签订北美自由贸易协定；反对贸易战，但强调对中国等进行其他形式的贸易打压。	主张签署 TPP；主张重新修订北美自由贸易协定；消极对待多边贸易谈判，积极推动区域贸易合作，对新兴经济体实施隐形的贸易保护措施；鼓励海外企业回归美国。
外交政策	永久结束在阿富汗和中东的永远的战争；加强美日韩联盟；扩展美俄军控条约；时刻保持北约的军事能力以及应对突发的反应；推进朝鲜无核化；制裁伊朗，领导伊核协议；重新加入《巴黎气候协定》。	强势“干涉主义”倾向，巩固与北约盟友的关系，继承奥巴马政府的伊朗政策；以色列继续是美国在中东最亲密的盟友。主张重返亚太，俄罗斯和中国都是美国竞争对手。	重回多边主义，发挥盟友尤其是欧盟和日本的作用；回归亚洲，遏制中国；推进无核世界，重视全球气候变化问题；解决历史遗留问题，与伊朗和解，对朝鲜进行“战略忍耐”，与古巴建交。
移民政策	结束特朗普移民政策；移民边境增加人道主义资源；加强边检力度，打击非法移民；更灵活的签证制度。	无合法身份的人只需要支付税款、缴纳罚款、进行背景检查和通过所有合法程序便可合法留在美国。	加强边检力度，打击非法移民；通过背景审查，放宽居留条件；向高科技移民发放工作许可。

资料来源：Wikipedia、CNN、DNC、开源证券研究所

3.2、 如果赢得大选、入主白宫，拜登的政策主张对美国经济的影响分析

在税收、医疗、教育、移民、能源等政策主张上，拜登几乎与特朗普完全相反。特朗普在宣布参加大选后，表示如果连任成功，将推出减税 2.0 计划，进一步降低中产阶级所得税税率；同时，将再次尝试废除奥巴马医保法案，并削减教育经费，推行移民禁令，继续大力发展传统能源。与特朗普的上述政策主张完全相反的是，拜登支持加税、扩大医保范围，并增加教育经费拨款，推动美国全面转向使用清洁能源。

表9：拜登与特朗普的政策主张大相径庭

政策主张	拜登	特朗普
税收	废除特朗普政府对公司和富人的减税措施；将富人最高所得税率从 37%提高至 39.6%；将企业所得税率从 21%提高至 28%；征收金融交易税。	计划推出减税 2.0 协助美国中产阶级经济增长；将中产阶级所得税税率降至 15%；个税削减的到期时间从 2025 年延长至 2035 年，预计总计将减税 1.4 万亿美元。
医疗	主张平价医疗法案（Affordable Care Act），与私人医保并存；提倡增加税收抵免的价值以降低保费，将覆盖范围扩大到低收入的美国人；保护宪法规定的流产权。	废除奥马巴医保法案；推出美国医疗法案（AHCA）；减轻针对富人的健康税收；废除强制要求美国公民购买医保；允许保险公司向 50 至 60 岁的人群收取更高费用；减少联邦政府对医疗补助的支持，“美国病人优先”。
教育	减轻学生贷款负担；提高教师薪资。	削减联邦学生补助项目的经费；取消补助贷款和公共服务贷款计划；减少“联邦工作学习项目”的经费。
对外及移民	支持从阿富汗撤军；不支持从叙利亚北部撤军；不主张消减军费；主张人道移民政策。	移民禁令，拒绝为非法穿越南部边境的移民提供庇护；旅游禁令；美墨边境墙。
能源环境	支持“绿色新政”环保计划；关注气候变化，主张“清洁能源革命”计划，确保美国在 2050 年之前实现 100％的清洁能源经济和净零排放。	主张实现美国能源独立；继续大力发展传统化石能源。
贸易	反对贸易战，支持改变中国等的不公平贸易行为。	贸易保护主义，主张大规模加征关税。

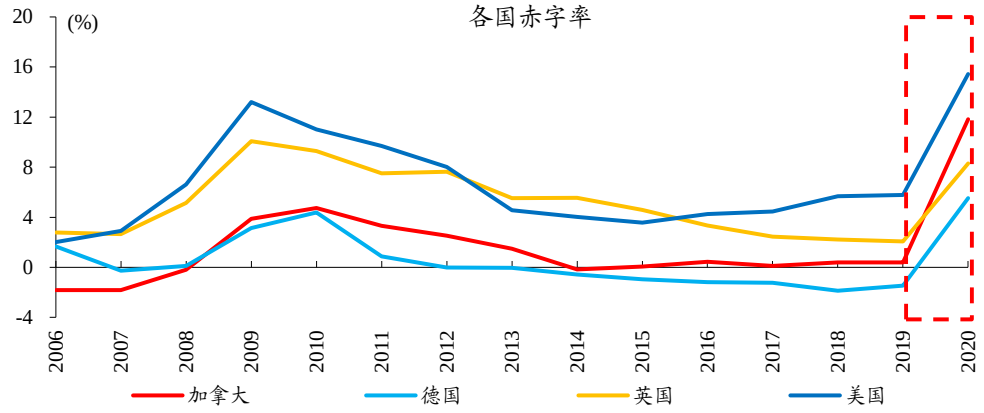
资料来源：DNC、RNC、开源证券研究所

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

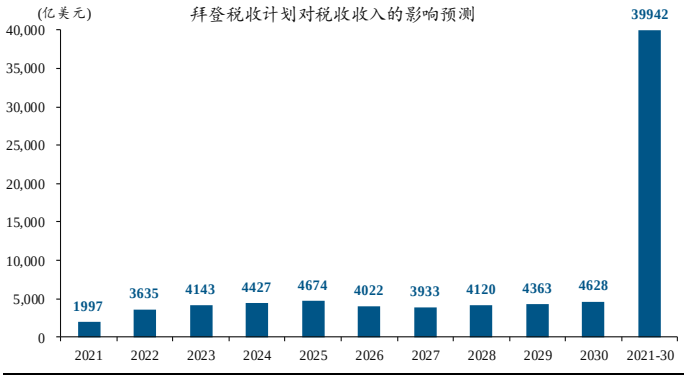
拜登若赢得大选，“以税填支”的财政政策主张在推行上具有可行性，落地概率较大。拜登的财政政策主张围绕“以税填支”展开，在未来 10 年，首先通过对富人和企业加税增加近 3.9 万亿美元的财政收入；财政增收后，拜登计划逐步扩大财政支出，为使用清洁能源、扩大医疗保障、增加美国国产商品购买等增加 4 万亿美元左右的财政拨款或补贴。虽然加税及增加财政支出需要经过国会投票批准才能通过，但考虑到美国在新冠疫情爆发后财政赤字飙升、财政支出空间被大幅压缩，拜登的“以税填支”财政主张获得国会同意的概率较大。

图28：IMF 预测显示，美国 2020 年赤字率将升至 15%以上，创历史新高



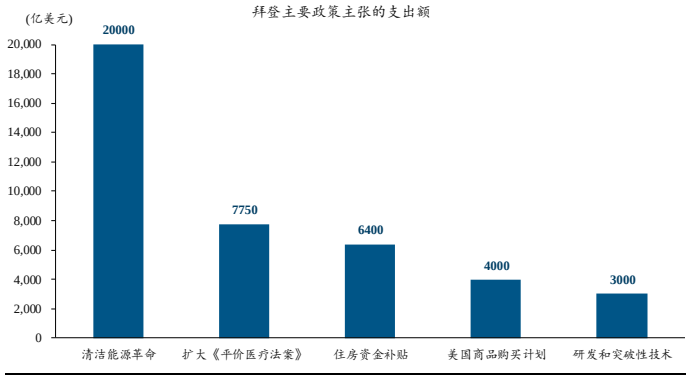
数据来源：IMF、开源证券研究所

图29：拜登税收计划预计将增加税收收入 3.9 万亿美元



数据来源：TPC、开源证券研究所

图30：增收后，拜登计划增加 4 万亿美元左右财政支出



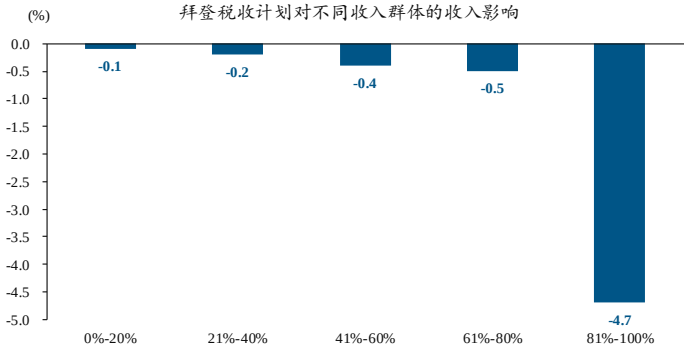
数据来源：CRFB、开源证券研究所

拜登的“以税填支”计划若成功落地，居民端受影响的集中在美国高收入群体。根据美国著名的税制研究机构 TPC（Tax Policy Center）的测算，拜登的税制计划下，低收入群体的收入水平几乎不受影响。而高收入群体中，伴随所得税税率提高，收入水平分位数在 60%-80%的群体税后收入预计下滑 0.5%，收入水平分位数在 80%-100%的群体税后收入预计下滑 4.7%。通过加税获得的增量税收收入中，近 96%都将由高收入群体贡献。

liaohan.net nblax520.com

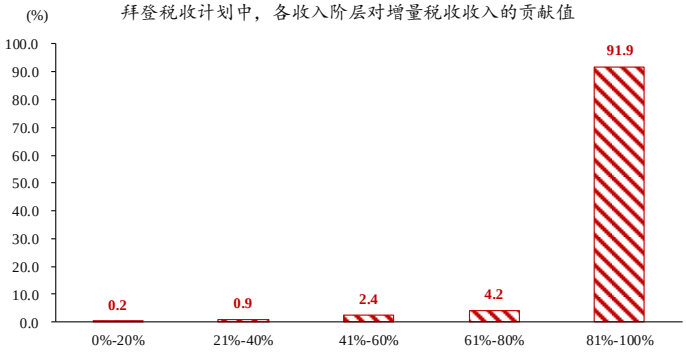
lax889889.com 299520.xyz

图31：拜登税收计划主要影响高收入人群的税后收入



数据来源：TPC、开源证券研究所

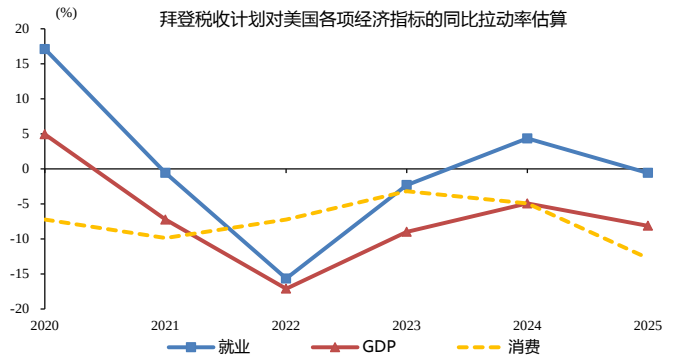
图32：新税制下，增量税收收入主要由高收入群体贡献



数据来源：TPC、开源证券研究所

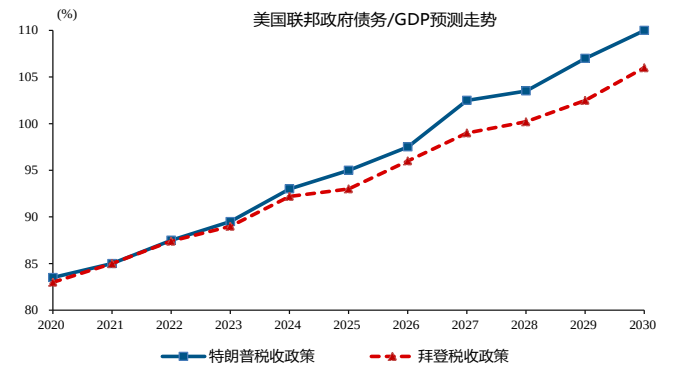
结合支出计划来看，拜登的财政政策或对美国经济短期走势形成一定压制，但中期内或可较大程度地减缓联邦政府债务的扩张速度。由于加税容易抑制居民消费及企业投资，叠加增加清洁能源、医疗保障等财政支出对经济的边际拉动作用相对较弱，拜登的财政政策或对美国经济短期走势形成一定压制。但中期来看，拜登“以税填支”的政策下，美国联邦政府债务的扩张速度或将得到有效控制，出现政府债务违约或“财政悬崖”的风险趋于显著下降。

图33：AEI 测算的拜登税收计划对美国经济的影响



数据来源：AEI、开源证券研究所（测算时暂未考虑疫情冲击）

图34：拜登税收计划或可减缓联邦政府债务的扩张速度



数据来源：AEI、开源证券研究所（测算时暂未考虑疫情冲击）

4、报告结论

1）拜登出生于宾州的一个普通天主教家庭，受父母影响，从小养成了坚韧、勤奋的品格。拜登大学毕业后早早从政，1972 年，年仅 29 岁的他成为美国史上第六年轻的参议员；2009 年至 2017 年，受邀成为奥巴马搭档，担任美国副总统。

2）拜登成功连任了 6 届参议员，任职的 36 年间，被誉为美国国内打击恐怖主义、毒品、犯罪等领域最具影响力的政治家。2009 年成为副总统后，拜登积极参政议政，推动了美俄减少战略核武器部署、墨西哥加入 TPP，及美国加强金融监管等。

3）最新民调来看，特朗普、拜登在各自的基本盘均优势明显。摇摆州方面，伴随疫情扩散及种族矛盾激化，特朗普支持率大跌，较拜登差距不断拉大；8 月以来，特朗普虽然通过转移矛盾等提升支持率，但仍落后拜登 4 个百分点以上。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

4）由于拜登口才相对较差，特朗普若能在大选投票前的总统辩论赛中表现亮眼，存在缩小、甚至逆转选情落后局面的可能。大选投票后，若输掉选举，特朗普可在部分选情胶着的州申请重新计票。在部分输掉选举、且立法机构由共和党主导的州，特朗普还可尝试拖延选举人确认，将大选结果决定权推向众议院。

5）竞选纲领中，拜登提出对富人及企业加税，同时在清洁能源、医保等项目上增加财政支出。拜登“以税填支”政策下，因加税易抑制经济行为，叠加增加清洁能源、医保等支出对经济拉动作用较弱，美国经济短期走势或受一定影响。但中期内，美国政府债务的扩张或将获有效控制，出现债务违约风险趋显著下降。

6）对外政策上，拜登表示胜选后将全力修复被特朗普破坏的盟友关系，并加强美日韩联盟、团结北约盟友。贸易政策方面，拜登虽然与奥巴马一样反对贸易战，但对非盟友国更加强硬。拜登表示，将引导供应链回流美国，并通过联合盟友、征收反倾销税等对部分非盟友国施压

5、风险提示

选情持续落后下，特朗普在大选投票前对外推行极端政策。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

liaohan.net nblax520.com

lax889889.com 299520.xyz

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn

liaohan.net nblax520.com